

Liệu Việt Nam đã đủ điều kiện thực hiện cơ chế lạm phát mục tiêu?

TS. Nhật Trung, TS. Nguyễn Thị Thanh Hương
và ThS. Nguyễn Thanh Nghị*

MỞ ĐẦU

Các nhà kinh tế đều thống nhất về tầm quan trọng của lạm phát thấp và ổn định. Lí thuyết kinh tế khẳng định với chúng ta rằng, lạm phát thấp và ổn định là động lực quan trọng đối với tăng trưởng, và chính sách tiền tệ (CSTT) là công cụ trực tiếp nhất để kiểm soát lạm phát. Mặt khác, trong số các công cụ chính sách kinh tế vĩ mô của chính phủ, CSTT là công cụ linh hoạt nhất để thực hiện các mục tiêu ổn định hóa trong trung hạn.

Vào những năm 70 của thế kỉ 20, các nhà hoạch định chính sách và hầu hết các nhà kinh tế đều ủng hộ các CSTT “năng động”, đó là những chính sách mà mục tiêu của chúng nhằm duy trì sản lượng và thất nghiệp gần với mức “toàn dụng nhân công” ở mọi thời điểm. Những người ủng hộ CSTT năng động tin tưởng rằng về dài hạn, có sự đánh đổi giữa lạm phát và thất nghiệp, được biết với tên gọi đường cong Phillips (Phillips, 1958; Samuelson and Solow, 1960). Theo quan điểm này, các nhà chức trách tiền tệ có thể duy trì một tỉ lệ thất nghiệp thấp bằng cách chấp nhận một mức độ lạm phát. Các CSTT (và tài khóa) năng động có thể được sử dụng để duy trì mức toàn dụng nhân công tối đa hầu như liên tục. Tuy nhiên, các CSTT năng động của những năm 70 và 80 không chỉ thất bại trong việc đem lại những lợi ích như kì vọng, mà chúng còn góp phần tạo ra áp lực lạm phát phải trả giá rất đắt.

Ngày nay, nhiều nhà kinh tế và hoạt động thực tiễn đều thừa nhận mục tiêu tối cao của CSTT là duy trì ổn định giá cả. Có 4 lí do để giải thích lập luận này:

1) Một sự gia tăng cung tiền không có tác động nào đến nền kinh tế thực trong dài hạn, mặc dù nó có một số hiệu ứng nhất thời trong ngắn hạn. Tuy nhiên, cơ chế mà thông qua đó, các hiệu ứng này bộc lộ ra và thời gian khi nào chúng được nhận diện là khó dự đoán trước một cách rõ ràng.

(2) Lạm phát có những tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế và phân bổ nguồn lực.

(3) Tác động của CSTT đến lạm phát có thể được quan sát với những độ trễ dài và biến đổi do những cơn sốc của tổng cung và tổng cầu, tính không ổn định

* NHNN

của các chỉ tiêu trung gian... và những độ trễ này sẽ gây khó khăn cho Ngân hàng Trung ương (NHTU) trong việc kiểm soát lạm phát theo từng giai đoạn.

(4) Do vấn đề không nhất quán về thời gian (Time inconsistency)¹ trong quy trình ra quyết định chính sách nên phải có một số hạn chế trong hoạt động của NHTU. Áp lực của các chính khách hay khu vực tư nhân (với Việt Nam là khu vực kinh tế nhà nước) đối với các NHTU nhằm kích thích hoạt động kinh tế có thể gây mất ổn định giá cả. Trong khuôn khổ lạm phát mục tiêu, cam kết của các NHTU nhằm đạt được môi trường lạm phát thấp và ổn định có thể ngăn chặn những áp lực này và giúp NHTU tập trung vào các mục tiêu lạm phát, chứ không phải tăng trưởng... Cơ chế này còn có khả năng thực hiện các biện pháp đón đầu khi phát hiện một số dấu hiệu cho thấy lạm phát có nguy cơ bùng phát.

Để thực hiện một CSTT thành công, những ràng buộc trong các quá trình hoạch định chính sách đôi khi là cần thiết, nhất là ở các nước đang phát triển, nhằm thiết lập kỷ luật quá trình hoạch định chính sách và làm cho chính sách minh bạch hơn trong tình huống không nhất quán về thời gian.

Vì những lí do này mà trong việc hoạch định và điều hành CSTT, các NHTU cần xây dựng một khuôn khổ CSTT phù hợp nhằm cung cấp một neo danh nghĩa cho nền kinh tế, đó là một biến danh nghĩa mà các nhà hoạch định chính sách có thể sử dụng, để ràng buộc với giá cả. Như chúng ta đều biết, một neo danh nghĩa vững chắc có thể đảm bảo NHTU sẽ tập trung vào các chính sách dài hạn và chống lại những “cám dỗ” hay áp lực chính trị để theo đuổi các chính sách mở rộng ngắn hạn, không nhất quán với mục tiêu ổn định giá cả dài hạn. Mặc dù một số neo danh nghĩa có thể làm giảm tính độc lập của CSTT, nhưng đó là điều nên làm nếu như những cái mất do không thực hiện CSTT độc lập là nhỏ hơn cái được của CSTT tùy nghi (discretionary)².

I- CÁC KHUÔN KHỔ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG LỊCH SỬ

1. Tỉ giá mục tiêu (Exchange Rate Targeting)

Tỉ giá mục tiêu là một khuôn khổ CSTT có lịch sử khá dài. Đối với một quốc gia, đặc biệt một nước nhỏ, ấn định tỉ giá đồng tiền quốc gia với đồng tiền của một nước lớn, có lạm phát thấp là một trong những phương pháp để giảm lạm phát và duy trì nó ở mức thấp. Nhờ vào tính chất đơn giản và dễ hiểu của khuôn khổ tỉ giá mục tiêu mà nó có tính phổ biến ở các nước phát triển và đang phát triển trong quá khứ. Nó có một số ưu điểm sau đây: (i) ấn định tỉ lệ lạm phát hàng hóa trao đổi (tradable goods) trên thị trường quốc tế và do đó, trực tiếp góp phần duy trì lạm phát trong tầm kiểm soát; (ii) neo các kì vọng lạm phát và cung cấp một quy tắc tự động trong hoạch định CSTT (khi nội tệ có khả năng giảm giá, CSTT sẽ

thất chặt và khi nội tệ có khả năng lên giá, CSTT sẽ nói lỏng); (iii) nó tránh được vấn đề không nhất quán về thời gian.

Mặc dù khuôn khổ tỉ giá mục tiêu đã giúp một số nước phát triển kiểm soát lạm phát như Pháp và Anh, kinh nghiệm quốc tế cho thấy nó cũng có một số vấn đề. Tại các nước đang phát triển, khuôn khổ tỉ giá mục tiêu thậm chí còn gây nhiều hệ lụy hơn các nước phát triển. Bởi lẽ, ở các nước đang phát triển, một sự giảm giá nội tệ có thể làm xấu đi các bảng cân đối tài sản và tăng kì vọng lạm phát do lịch sử lạm phát kéo dài của họ.

Vấn đề của khuôn khổ tỉ giá mục tiêu có thể được giải thích như sau: *Trước hết*, khuôn khổ tỉ giá mục tiêu ngăn cản NHTU xây dựng một CSTT độc lập. Các NHTU không còn khả năng đối phó với những cơn sốc tác động đến nền kinh tế, trong khi những cơn sốc này có thể được hạn chế bằng một số biện pháp của CSTT. Mặt khác, những cơn sốc tác động đến quốc gia có đồng tiền được neo vào (chẳng hạn Mỹ với đồng USD) sẽ trực tiếp truyền dẫn đến quốc gia thực hiện khuôn khổ tỉ giá mục tiêu (chẳng hạn Hồng Kông với đô la Hồng Kông). Tuy nhiên, do NHTU thiếu tính độc lập và chịu sức ép chính trị nên sẽ rất khó khăn để xây dựng một CSTT thực sự năng động ở nhiều nước đang phát triển.

Thứ hai, khuôn khổ tỉ giá mục tiêu dường như làm hệ thống tài chính ở các nước đang phát triển dễ đổ vỡ. Do có sự không chắc chắn về giá trị đồng bản tệ, các công ty phi tài chính, ngân hàng, chính phủ dễ dàng phát hành nợ bằng ngoại tệ tại các quốc gia này và khuôn khổ tỉ giá mục tiêu có thể thúc đẩy xu hướng này. Khi có một sự giảm giá hay phá giá nội tệ ngoài dự kiến, các bảng cân đối tài sản của các công ty và ngân hàng bị xấu đi nghiêm trọng, bởi vì tại hầu hết các nước đang phát triển, tỉ lệ các khoản nợ bằng ngoại tệ cao hơn tài sản có ngoại tệ trên bảng cân đối tài sản và điều này sẽ làm tăng gánh nặng về nợ. Tình trạng xấu đi của các bảng cân đối tài sản gây nên rủi ro đạo đức và các vấn đề lựa chọn đối nghịch và cuối cùng dẫn đến sụt giảm tăng trưởng kinh tế.

Hạn chế thứ ba của khuôn khổ tỉ giá mục tiêu tại các nền kinh tế mới nổi còn ở chỗ, mặc dù thời gian đầu, nó có thể làm giảm lạm phát, nhưng một cuộc tấn công mang tính đầu cơ tiền tệ thành công có thể làm lạm phát trỗi dậy. Do độ tín nhiệm của NHTU ở nhiều nước thị trường mới nổi thấp, một sự giảm giá nội tệ mạnh sau một đợt tấn công tiền tệ có thể làm tăng lạm phát thực tế và lạm phát kì vọng. Một sự gia tăng lạm phát kì vọng sẽ dẫn đến kết quả lãi suất tăng mạnh, điều này làm suy yếu các dòng tiền và các bảng cân đối tài sản của doanh nghiệp và tăng nguy cơ khủng hoảng tài chính.

Thứ tư, khuôn khổ tỉ giá mục tiêu làm giảm rủi ro đối với các nhà đầu tư nước ngoài nhờ cam kết ổn định giá trị đồng tiền và điều này có thể dẫn đến tình

trạng cho vay quá mức. Khi cơ quan giám sát ngân hàng yếu kém và chính phủ có cơ chế bảo hiểm tiền gửi toàn bộ, dòng vốn vào quá mức có thể làm giảm chất lượng bảng cân đối tài sản của ngân hàng vì vấn đề rủi ro đạo đức, gây nên những tác động rất không mong muốn đối với nền kinh tế.

Thứ năm, nó có thể làm suy yếu trách nhiệm giải trình của các nhà hoạch định chính sách. Bởi vì ở các nước đang phát triển, những dao động hằng ngày của tỉ giá có thể cung cấp một tín hiệu cảnh báo sớm rằng CSTT là mở rộng quá mức và nỗi lo sợ đồng tiền mất giá có thể làm cho chính sách mở rộng quá mức phải được điều chỉnh. Khuôn khổ tỉ giá mục tiêu làm mất đi tín hiệu cảnh báo sớm này và do đó, tạo động lực để NHTU theo đuổi các chính sách mở rộng.

2. Mục tiêu tiền tệ (Monetary Targeting)

Một neo danh nghĩa khác có thể được sử dụng trong hoạch định CSTT nhằm ràng buộc các dự kiến của công chúng là khối lượng tiền (nói cách khác, lấy khối lượng tiền làm neo danh nghĩa - mục tiêu trung gian, để đạt mục tiêu cuối cùng là ổn định giá cả). Khuôn khổ mục tiêu tiền tệ có một vài ưu điểm so với tỉ giá mục tiêu: trong trường hợp sử dụng khuôn khổ mục tiêu tiền tệ, NHTU có khả năng đối phó với những cú sốc đến nền kinh tế mà trong khuôn khổ tỉ giá mục tiêu, không thể thực hiện được như phân tích ở trên. Tuy vậy, tính minh bạch và rõ ràng trong khuôn khổ tỉ giá mục tiêu là cao hơn so với khuôn khổ mục tiêu tiền tệ. Trong mọi trường hợp, mục tiêu tiền tệ gửi đi những tín hiệu trung gian về quan điểm của CSTT và tính nhất quán giữa mục tiêu tiền tệ và ý định của các nhà hoạch định chính sách. Trong khuôn khổ chính sách mục tiêu tiền tệ, sự lựa chọn mục tiêu lạm phát của các nhà chức trách tiền tệ có thể khác một quốc gia bất kì khác. Mục tiêu tiền tệ cũng giúp cho các nhà hoạch định chính sách tránh được bẫy không nhất quán về thời gian. Nhờ những ưu điểm này mà trong những năm 70, sau khi hệ thống Bretton Woods sụp đổ, nhiều nước đã bắt đầu xây dựng CSTT bằng việc sử dụng các neo danh nghĩa tiền tệ.

Mặc dù có được những ưu điểm trên đây, sự thành công của khuôn khổ mục tiêu tiền tệ phụ thuộc vào hai tiền đề. *Một là*, khối lượng tiền được chọn làm mục tiêu phải được NHTU kiểm soát được. Nghĩa là, khối lượng tiền này phải chịu sự chi phối bởi các nghiệp vụ của NHTU. *Hai là*, cần phải có mối quan hệ chặt chẽ giữa mục tiêu và biến mục tiêu. Nếu không có mối quan hệ ổn định giữa thu nhập, giá cả và vòng quay của tiền tệ, các mục tiêu tiền tệ sẽ không thể gửi đi những tín hiệu rõ ràng về quan điểm của CSTT và việc đạt được các mục tiêu tiền tệ sẽ không có nhiều ý nghĩa so với việc đạt được mục tiêu cuối cùng của các NHTU.

Vào đầu những năm 80, khi nhận thấy mối quan hệ giữa tổng khối lượng tiền và lạm phát, thu nhập danh nghĩa bị phá vỡ, nhiều quốc gia như Mỹ, Anh đã chính thức từ bỏ khuôn khổ chính sách mục tiêu tiền tệ.

3. Lạm phát mục tiêu

Trước những năm 90 trên thế giới, hầu hết các nước đều chọn khối lượng tiền (M2, M3...) hoặc tỉ giá làm mục tiêu trung gian trong điều hành CSTT quốc gia. Tuy nhiên, vào đầu những năm 90, một số nước công nghiệp phát triển đã “phá lệ” truyền thống trong việc lựa chọn các mục tiêu trung gian tương tự, mà tập trung vào chỉ số lạm phát. Cách tiếp cận mới này tập trung vào nhiệm vụ kiểm soát lạm phát và được gọi là lạm phát mục tiêu (Inflation Targeting, IT). Đây là một cơ chế điều hành CSTT tương đối mới mà tiên phong áp dụng nó là NHTU New Zealand (1990); NHTU Canada (1991); Vương quốc Anh (1992); Phần Lan, Thụy Điển, Úc (1993)... Ngày nay, 26 quốc gia đang áp dụng phương pháp tiếp cận mới này và gần một nửa trong số đó là các quốc gia thuộc nhóm thị trường mới nổi hoặc quốc gia có thu nhập thấp (*xem bảng 1*). Ngoài ra, một số NHTU của các nền kinh tế phát triển hơn - bao gồm ECB, FED, Ngân hàng Nhật Bản (BOJ) và Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ - đã vận dụng nhiều nội dung trong chính sách mục tiêu lạm phát, và một số khác thì đang trong quá trình chuyển đổi sang chính sách mục tiêu lạm phát.

II- LẠM PHÁT MỤC TIÊU: NHỮNG CƠ SỞ LUẬN

1. Lạm phát mục tiêu là gì?

Yêu cầu ổn định giá cả trong một nền kinh tế đã được minh chứng cả về cơ sở luận và thực nghiệm bởi hiệu ứng tiêu cực của lạm phát đến nền kinh tế - sự méo mó của giá cả, phân bổ không hiệu quả các nguồn lực khan hiếm và mất công bằng xã hội. Tác động tiêu cực của lạm phát đối với tăng trưởng kinh tế đã được đề cập trong nhiều công trình nghiên cứu, chẳng hạn, Barro (1995); Bruno và Easterly (1995); Ghosh và Phillips (1998)... Theo Kruger (2005), lạm phát làm méo mó sự phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế, làm tổn thương các thành viên nghèo nhất trong xã hội, gây bất ổn và tái phân phối thu nhập và tài sản một cách tùy tiện. Lạm phát hủy hoại sự ổn định kinh tế vĩ mô và gây thất bại trong phát triển bền vững. Sự lựa chọn cơ chế lạm phát mục tiêu như một công cụ quản lý kinh tế vĩ mô ngày càng chứng tỏ sức sống của mình kể từ khi New Zealand, Canada tiên phong thực hiện vào đầu những năm 90.

Ngày nay, đã có 26 quốc gia, cả phát triển và thị trường mới nổi chuyển sang thực hiện cơ chế lạm phát mục tiêu (IT) và đã thu được những kết quả đáng kể. Theo Loayza và Soto (2002), ngoại trừ hai trường hợp đã tham gia Liên minh

Tiền tệ châu Âu (Phần Lan và Tây Ban Nha), không có quốc gia nào từ bỏ cơ chế này. Vậy IT chính xác là gì?

Theo các nhà kinh tế học Thomas Laubach, Rick Mickin và Adam Poxen định nghĩa về IT như sau *“IT là nền tảng cơ sở cho CSTT, được đặc trưng bởi việc NHTU công bố với công chúng một mục tiêu định lượng chính thức (thường là một khung phạm vi hơn là một giá trị cụ thể) cho tỷ lệ lạm phát trong một hoặc vài thời kỳ, dựa trên quan điểm ổn định giá cả là mục tiêu duy nhất của CSTT trong dài hạn. Một trong những đặc trưng về quan điểm có tác động mạnh là công khai với công chúng về những kế hoạch và mục tiêu của các nhà hoạch định chính sách và trong nhiều trường hợp, là cả về cơ chế truyền dẫn, trong đó nhấn mạnh đến trách nhiệm của NHTU trong việc theo đuổi mục tiêu”*

IT thực chất là một kiểu CSTT được cụ thể và lượng hoá, để thực thi chính sách này, đòi hỏi NHTU phải được quyền định đoạt các công cụ CSTT trước các tình huống kinh tế và không bị ảnh hưởng bởi các yếu tố chính trị.

Mặc dù còn có nhiều định nghĩa khác nhau trong một số chi tiết cụ thể, nhưng có một số thống nhất nhất định về các đặc điểm chủ yếu của cơ chế IT: *mục tiêu tối thượng của NHTU là ổn định giá cả được định lượng một cách công khai và rõ ràng bằng một con số hay một khoảng giá trị xác định; không có sự lấn át của chính sách tài chính và các mục tiêu trung gian khác; và một thể chế tiền tệ có tính độc lập về công cụ và hoạt động một cách minh bạch và rộng mở với công chúng.*

Có thể nói định nghĩa của Mishkin (2000) về cơ chế IT đã bao quát hầu hết các nội dung cơ bản của cơ chế IT trong các nghiên cứu trước đó.

“IT là một chiến lược CSTT bao gồm 5 thành tố chính: (1) công bố với công chúng mục tiêu lạm phát trung hạn định lượng cụ thể; (2) cam kết thể chế nhằm ổn định giá cả như mục tiêu tối thượng của CSTT, các mục tiêu khác chỉ là thứ yếu; (3) chiến lược thông tin toàn diện, theo đó, nhiều biến số, không chỉ có cung tiền hay tỉ giá được sử dụng khi quyết định thiết lập các công cụ chính sách; (4) tăng tính minh bạch của chiến lược CSTT thông qua cơ chế đối thoại và truyền thông với công chúng và thị trường về các kế hoạch, mục tiêu và quyết định của các nhà chức trách tiền tệ; (5) tăng trách nhiệm giải trình của NHTU về việc thực hiện các mục tiêu lạm phát”.

Điểm quan trọng ở đây là cơ chế IT không chỉ giới hạn ở việc công bố mục tiêu lạm phát bằng một con số cụ thể. Vấn đề này có ý nghĩa quyết định đặc biệt đối với các nước đang phát triển, bởi vì các nhà hoạch định chính sách của các quốc gia này đôi khi cũng báo cáo các mục tiêu lạm phát, nhưng không có nghĩa

các nước này thực hiện cơ chế IT. Cơ chế IT cũng đòi hỏi 4 đặc điểm còn lại như nêu trên.

Trong thực tiễn, không có 2 quốc gia nào có cơ chế IT y hệt nhau, mà có sự kết hợp giữa các thành tố nêu trên của cơ chế IT trong hầu hết các quốc gia. Một số NHTU như Ngân hàng Dự trữ Úc có chỉ thị kép, bao gồm ổn định giá cả và việc làm đầy đủ. Bên cạnh đó, một số NHTU thiết lập mục tiêu là điểm lạm phát (một chỉ số lạm phát cụ thể), một số khác là một khung chỉ số lạm phát, một số khác lại xác định khung thời gian để đạt mục tiêu lạm phát, trong khi số khác thì không... (Truman và Janeiro, 2002).

Mục đích chính của IT là duy trì và kiểm soát lạm phát ở mức thấp. Điều này tạo nền tảng ổn định vĩ mô, đẩy lùi sự không chắc chắn và thúc đẩy các hợp đồng dài hạn. Seyfried và Bremmer (2003) cho rằng, mục đích của IT không chỉ kiểm chế lạm phát hiện hành, mà còn tập trung vào mục tiêu trung, dài hạn. Vì vậy, NHTU, theo Bernanke và Mishkin (1997) nên theo dõi chặt chẽ các chỉ báo có quyền năng dự báo lạm phát trong tương lai. Pui (2003) cảnh báo cơ chế IT với ý nghĩa thuần túy (trong đó, sản lượng và tăng trưởng kinh tế không gắn trọng số hay tầm quan trọng) không chắc sẽ tối đa hóa phúc lợi xã hội bởi vì một sự thu hẹp hay mở rộng hoạt động kinh tế sẽ không có ý nghĩa chừng nào mục tiêu lạm phát không thực hiện được.

Đánh giá sự thành công của các nước thực hiện cơ chế IT, Mishkin và Posen (1997) khẳng định rằng, IT đã có những thành công lớn trong việc giúp các nước... duy trì lạm phát thấp và không có bằng chứng cho thấy IT có thể gây nên những hiệu ứng không mong muốn đối với nền kinh tế thực về dài hạn; trái lại, nó còn cải thiện môi trường cho tăng trưởng kinh tế. Những bằng chứng gần đây đã chứng tỏ hiệu ứng tiêu cực của tình trạng lạm phát cao và biến động đối với sự ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng kinh tế và phân phối thu nhập vượt quá lợi ích tiềm năng phát sinh từ tài trợ thâm hụt ngân sách thông qua tiền tệ hóa (phát hành tiền bù đắp thâm hụt). Giả thiết về sự thay thế giữa lạm phát và tăng trưởng (the growth-inflation substitution hypothesis) của A.W. Phillips đã không còn đúng nữa³. Mặt khác, Bamidele (2007) cho rằng hầu hết các nước thực hiện cơ chế IT đều có khả năng đạt được đồng thời mục tiêu giảm lạm phát và tăng sản lượng.

Cho dù đạt được những thành tích nêu trên, vẫn có khá nhiều công trình khoa học cơ bản tập trung nghiên cứu cơ sở lý thuyết và thực tiễn của việc thực hiện cơ chế IT như một cơ chế điều hành CSTT từ các quan điểm khác nhau; điều kiện để thực hiện thành công cơ chế IT, lý do tại sao các nước chuyển sang cơ chế IT, ai sẽ thiết lập mục tiêu lạm phát; xây dựng và đánh giá các mô hình thực nghiệm...

2. Các ưu điểm và hạn chế của cơ chế IT

2.1. Các ưu điểm

Cơ chế IT có một số ưu điểm như một chiến lược CSTT so với các cơ chế chính sách khác.

(1) IT cung cấp một neo danh nghĩa cho CSTT và kì vọng lạm phát. Khẳng định rõ mục tiêu tối thượng của CSTT là ổn định giá cả, thể hiện ở lạm phát thấp, có tính minh bạch cao. Mục tiêu lạm phát rõ ràng, dễ quan sát và không thay đổi nhiều so với các mục tiêu khác. Chỉ số lạm phát do NHTƯ công bố và những cam kết thực hiện tạo được niềm tin trong công chúng, thuận lợi trong điều hành CSTT và được công chúng, doanh nghiệp đồng thuận khi NHTƯ thực hiện các công cụ CSTT để đạt lạm phát mục tiêu.

(2) Khác với cơ chế tỉ giá mục tiêu, IT mang lại cơ hội đối phó với các cơn sốc có thể tác động đến nền kinh tế và tập trung vào các điều kiện kinh tế trong nước.

(3) IT không đòi hỏi mối quan hệ ổn định giữa cung tiền và lạm phát như trong cơ chế điều hành CSTT lấy cung tiền làm mục tiêu trung gian. Nó sử dụng toàn bộ các thông tin hiện có để xây dựng chính sách.

(4) CSTT tác động đến các hoạt động kinh tế với các độ trễ dài và biến động nên nó không thể tác động đến lạm phát hiện hành. Vì vậy, mục tiêu lạm phát thường được hiểu là mang tính trung hạn. Điều đó có nghĩa rằng NHTƯ theo đuổi mục tiêu lạm phát trong một thời kì nhất định thông qua việc kiểm soát và duy trì lạm phát ở mức thấp và ổn định. Trong ngắn hạn, những biến động của lạm phát thực tế so với mục tiêu là có thể chấp nhận được và không nhất thiết làm mất đi lòng tin của công chúng đối với NHTƯ. Nói cách khác, cơ chế IT đem lại vai trò cho các độ trễ của CSTT trong việc lựa chọn công cụ chính sách.

(5) Cơ chế IT có thể giảm khả năng rơi vào bẫy không nhất quán về thời gian thông qua việc giảm áp lực từ các chính khách nhằm kích thích nền kinh tế⁴.

(6) Một ưu điểm khác của cơ chế IT, đó là tăng cường mối quan hệ đối thoại và truyền thông với công chúng và tính minh bạch. Thuộc tính này có vai trò quan trọng trong các thành công của cơ chế IT tại các nước công nghiệp phát triển. Các nhà hoạch định chính sách ở các nước phát triển tận dụng mọi cơ hội để đối thoại, giao tiếp với công chúng thông qua các hình thức như cung cấp các thông điệp chính sách, các cuộc thảo luận mục tiêu chính sách, các báo cáo lạm phát...

(7) Tính minh bạch của chính sách sẽ tăng cường trách nhiệm giải trình với công chúng, đồng thời góp phần nâng cao hiệu quả của chính sách trong thực hiện các mục tiêu lạm phát và tạo được sự đồng thuận và hỗ trợ cao từ phía công chúng với NHTƯ.

2.2. Những hạn chế

(1) Cơ chế IT bị chỉ trích do quá chú trọng đến lạm phát, cơ cấu cứng nhắc, tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế và do nó loại trừ các mục tiêu khác như ổn định sản lượng. Tuy nhiên, thông báo của các quốc gia thực hiện cơ chế IT về tỉ lệ lạm phát mục tiêu lớn hơn 0 cho thấy NHTU vẫn quan tâm đến tăng trưởng sản lượng một cách tổng thể, vấn đề thiếu phát và các tác động không mong muốn của thiếu phát đến nền kinh tế.

(2) Khác với tỉ giá và cung tiền, kiểm soát lạm phát là vấn đề không dễ và các công cụ chính sách chỉ cho thấy tác động với độ trễ dài và biến động. Đây là một vấn đề đặc biệt nghiêm trọng ở các nước đang phát triển khi tỉ lệ lạm phát đang được kéo thấp từ những mức cao. Trong tình huống này, sẽ có những sai lầm lớn trong dự báo và hiện tượng chệch mục tiêu có thể xảy ra thường xuyên. Vì vậy, NHTU sẽ gặp khó khăn trong việc giải thích lí do để tạo dựng niềm tin, một vấn đề trung tâm trong cơ chế IT. Theo Masson và các cộng sự (1997), cơ chế IT sẽ hiệu quả hơn nếu bắt đầu thực hiện sau khi đã thực hiện các biện pháp giảm lạm phát thành công. Một nhân tố khác có thể ảnh hưởng đến năng lực của NHTU trong kiểm soát lạm phát là phạm vi kiểm soát giá cả của chính phủ còn khá lớn và đây là một trong những nhân tố cần quan tâm xem xét ở các nước đang phát triển. Để thực thi cơ chế IT một cách thành công, đòi hỏi một sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan có thẩm quyền quyết định giá cả các hàng hóa chịu sự kiểm soát của chính phủ hoặc loại bỏ các loại hàng hóa này trong tính toán tỉ lệ lạm phát mục tiêu. Hơn nữa, quy trình dự báo lạm phát ở các quốc gia này cần lưu ý đến lộ trình, thời điểm và biên độ điều chỉnh của giá cả các loại hàng hóa nêu trên.

(3) Cơ chế IT không thể ngăn chặn hoàn toàn sự chi phối của chính sách tài chính. Về dài hạn, thâm hụt ngân sách lớn sẽ dẫn đến việc tiền tệ hóa các khoản thâm hụt hay phá giá đồng tiền và sẽ gây ra lạm phát cao.

(4) Cơ chế IT đòi hỏi cơ chế tỉ giá linh hoạt, nhưng chính điều này có thể gây bất ổn tài chính.

(5) Có một số nhà kinh tế (như Calvo, 1999 và Calvo & Mendoza, 2000) lập luận rằng cơ chế IT là quá tùy nghi (too discretionary) và nó có thể khiến các nhà hoạch định chính sách theo đuổi các chính sách mở rộng quá mức. Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, cơ chế IT tăng cường trách nhiệm giải trình và minh bạch của chính sách. Trách nhiệm giải trình làm tăng chi phí của những sai lầm chính sách đối với các nhà hoạch định chính sách, còn tính minh bạch sẽ làm cho việc xây dựng chính sách mở rộng quá mức mà không có sự thông báo hoặc giải thích trở nên khó triển khai thực hiện hơn. Vì vậy, sẽ không thuyết phục khi cho rằng CSTT trong cơ chế IT là quá tùy nghi.

(6) Một số nhà kinh tế cho rằng cơ chế IT là quá cứng nhắc và nó có thể gây cản trở cho các nhà chức trách tiền tệ trong đối phó với các cơn sốc tác động đến nền kinh tế. Tuy nhiên, có thể khẳng định rằng, cơ chế IT không phải là một quy tắc cứng nhắc, nó có thể được xem như một sự “tự do trong khuôn khổ”. Nó không bao hàm các quy tắc giản đơn về xây dựng CSTT, trái lại, cơ chế IT buộc các nhà hoạch định chính sách sử dụng toàn bộ thông tin hiện có để đạt được mục tiêu đề ra.

3. Các điều kiện tiên quyết áp dụng cơ chế IT

Thứ nhất, NHTU phải được độc lập trong xây dựng CSTT. Tính độc lập này không có nghĩa là độc lập hoàn toàn, nhưng ít nhất phải được độc lập về công cụ, tức là độc lập trong sử dụng các công cụ CSTT để đạt được mục tiêu lạm phát. Tầm quan trọng của điều kiện này rất có ý nghĩa đối với các nước đang phát triển. Quả thực, chính sách tài chính lắt léo và cơ sở hạ tầng tài chính yếu kém đã kìm hãm CSTT độc lập ở các nước này. Một chương trình cải cách toàn diện nhằm giảm áp lực của khu vực công đối với khu vực tài chính, đưa lạm phát về mức thấp, bao gồm cả hoàn thiện các quy định quản lý khu vực ngân hàng là cần thiết nhằm xây dựng một NHTU độc lập tại các nước này. Để đáp ứng yêu cầu này, chính sách tài chính không nên gây áp lực lên CSTT. Nghĩa là, NHTU không phải xây dựng một CSTT theo kiểu chạy theo chính sách tài chính. Về tổng thể, điều này hàm ý rằng việc vay nợ trực tiếp của khu vực công từ NHTU (và hệ thống ngân hàng) ở mức thấp hoặc không tồn tại; chính phủ có nguồn thu dồi dào và do đó, không dựa nhiều một cách hệ thống vào nguồn thu từ phát hành tiền; thị trường tài chính trong nước đủ sâu để hấp thụ các công cụ nợ công (và nợ tư); tích lũy nợ công không tăng đến mức bùng nổ hay “không mong muốn”. Nếu các điều kiện này không được đáp ứng thì lạm phát sẽ có nguồn gốc từ chính sách tài chính và quá trình lạm phát gây nên bởi chính sách tài chính sẽ xói mòn hiệu quả của CSTT. Mặc dù không có sự thống nhất về giá trị ngưỡng lạm phát mà tại đó, CSTT đánh mất vai trò của lạm phát như một neo danh nghĩa và trở nên hoàn toàn lệ thuộc, nhưng nhìn chung, một quốc gia có tỉ lệ lạm phát 15 - 25% trong 3 hoặc 5 năm liên tục sẽ không thể dựa vào duy nhất CSTT để đạt mục tiêu giảm đáng kể và bền vững tỉ lệ lạm phát.

Thứ hai, không có mục tiêu danh nghĩa khác như tăng trưởng, cung tiền, hay đặc biệt là tỉ giá danh nghĩa. Khi một quốc gia lựa chọn cơ chế tỉ giá cố định thì CSTT sẽ lệ thuộc vào mục tiêu tỉ giá và NHTU không thể chọn mục tiêu cho một biến danh nghĩa nào khác trên cơ sở lâu dài, nhất là trong bối cảnh vốn luân chuyển nhanh chóng như hiện nay. Trong một phiên bản cơ chế tỉ giá mục tiêu mềm hơn như cố định trườn bò (crawling peg) mà trong thực tế, Việt Nam, Trung

Quốc đang áp dụng hay vùng mục tiêu (target zones) của hệ thống tiền tệ châu Âu trước đây thì có thể theo đuổi một số mục tiêu danh nghĩa khác, mà về nguyên tắc là tỉ lệ lạm phát. Về lí thuyết, mục tiêu tỉ giá danh nghĩa (không cố định) có thể tồn tại song hành với mục tiêu lạm phát “chừng nào mục tiêu lạm phát có thứ tự ưu tiên hơn khi có xung đột nảy sinh”. Trong thực tiễn, điều này có thể gây rắc rối, bởi vì các nhà chức trách, thông thường không thể chuyển tải thông điệp cho công chúng thứ tự ưu tiên dự kiến một cách đáng tin cậy. Trong tình huống đó, công chúng sẽ phỏng đoán các ưu tiên của các cơ quan có thẩm quyền từ những thực tiễn đã xảy ra trong những tình huống mục tiêu tỉ giá chịu áp lực. Tuy nhiên vấn đề lại ở chỗ đó: không có một sự đảm bảo rằng, một trong hai lựa chọn chính của nhà chức trách trong tình huống tỉ giá chịu áp lực - nghĩa là, điều chỉnh công cụ chính sách để duy trì tỉ giá danh nghĩa mục tiêu hay cho phép tỉ giá dao động trong khung xác định - sẽ chuyển tải tín hiệu thích hợp cho công chúng và tăng độ tin nhiệm của nhà chức trách (NHTU). *Thủ thuật an toàn và chắc chắn nhất để tránh những vấn đề này trong bối cảnh lạm phát là mục tiêu chính của chính sách là không nên đưa ra những cam kết mạnh mẽ về các mức cụ thể hay lộ trình của tỉ giá danh nghĩa.*

Thứ ba, do CSTT tác động đến lạm phát với độ trễ nhất định hàm ý rằng, một chính sách tối ưu nên hướng vào dự báo lạm phát mục tiêu. Do đó, NHTU phải có khả năng mô hình hóa động thái lạm phát của nền kinh tế và dự báo lạm phát trong cơ chế IT và hiểu rõ cách thức tác động của CSTT đến các biến kinh tế, hiệu quả tương đối của các công cụ chính sách.

Thứ tư, thị trường tài chính lành mạnh về chiều rộng lẫn chiều sâu, thể hiện ở hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng, trình độ phát triển của thị trường vốn, nhằm mục đích giảm thiểu xung đột với các mục tiêu bình ổn tài chính, như hệ số an toàn vốn (CAR) của hệ thống ngân hàng, độ sâu tài chính như mức độ vốn hóa của thị trường chứng khoán so với GDP, khối lượng trái phiếu khu vực tư nhân phát hành so với GDP, doanh số mua bán của thị trường vốn, trạng thái ngoại hối của ngân hàng thương mại...

Một quốc gia đáp ứng 4 điều kiện cơ bản nêu trên, về nguyên tắc, có thể xây dựng CSTT theo khuôn khổ phù hợp với IT. Để thực hiện điều này, các nhà chức trách tiền tệ cần thiết lập cơ chế điều hành CSTT với 4 thành tố cơ bản sau đây: (1) mục tiêu lạm phát phải được lượng hóa cho một số giai đoạn trong tương lai; (2) NHTU cần chứng tỏ với công chúng rằng mục tiêu quan trọng nhất của mình là đảm bảo môi trường kinh tế vĩ mô với giá cả ổn định; (3) NHTU có phương pháp luận, “mô hình” đủ mạnh để dự báo lạm phát, trong đó có chứa các biến và chỉ số về lạm phát tương lai, để NHTU có thể thực hiện những giải pháp đón đầu khi cần

thiết; (4) bởi vì tác động của CSTT đến các biến kinh tế vĩ mô có thể nhận diện với các độ trễ dài ngắn khác nhau, NHTU cần có một quy trình tác nghiệp hướng về tương lai (forward-looking), trong đó, việc thiết kế các công cụ chính sách dựa vào việc đánh giá các áp lực lạm phát và biến lạm phát dự báo được sử dụng như một mục tiêu trung gian chủ yếu của CSTT.

(còn nữa)

¹Hiện tượng chính phủ, các nhà hoạch định chính sách không thực hiện đúng cam kết theo thời gian (Đọc thêm “Time Inconsistency” của Greg Mankiw).

²Đọc thêm “Rules vs. discretionary monetary policy” của Alan Greenspan.

³Theo Sterne (2004), giả thiết về sự thay thế giữa lạm phát và tăng trưởng đã không còn phổ biến trong số các nước sử dụng IT. Ví dụ, tại Vương quốc Anh, lạm phát đã giảm từ mức 3,7% giai đoạn trước khi áp dụng cơ chế IT xuống mức 2,2% trong giai đoạn áp dụng cơ chế IT, đồng thời tăng trưởng GDP thực tăng từ mức 1,2% lên 1,4%. Tại New Zealand, cũng trong giai đoạn so sánh tương tự, lạm phát đã giảm từ mức 7,5% xuống 2,7% trong khi tăng trưởng GDP từ mức 0,2% lên mức 2,4%.

⁴Một cam kết thể chế, đảm bảo mục tiêu tối thượng của CSTT là ổn định giá cả, thực sự cần thiết đối với cơ chế IT nhằm đạt được mục tiêu và có tầm quan trọng đáng kể đối với các nước đang phát triển mà trong quá khứ, thường xảy ra hiện tượng không hoàn thành các mục tiêu chính sách.